

# 中国股权市场 与股权定价研究

ZHONGGUOGUQUANSHICHANGYUGUQUANDINGJIAYANJIU

杨黎明 / 著

# 前 言

中国股权市场是在中国从社会主义计划经济体制向社会主义市场经济体制转型过程中产生和发展起来的。转轨的渐进性给中国股市留下了深刻的计划经济烙印。因而，股权市场本身也面临着从计划经济向市场经济过渡的转轨问题。

中国的经济转轨需要解决三大问题，一是经济自由化，即放松管制，转变政府职能，使经济运行方式与市场经济的国际惯例接轨；二是推进国有经济改组与调整，使股份制成为公有制的主要实现形式，三是完善社保体制，充实社保基金，这要求在国有经济改组与调整过程中防止大规模国有资产流失。这三大问题都与股权市场密切相关，对第一个问题而言，股市本身的市场化改革是经济自由化应有之义；第二个问题所涉及的国有企业改制与国有资本退出将通过股权市场实施，而第三个问题将涉及国有资产的定价。

中国股市的计划经济特征集中表现在三个方面，一是政府监管采取计划经济的审批制，二是将股权划分为流通股和非流通股；三是政府频繁干预市场使之按自己意志运行。

在与国际比较时，本书发现中国的存款/GDP比例异常高于样本中其他国家，而股票市价总值/GDP、流通市值/GDP、上市

公司数/百万人口、股票筹资额/固定资产投资额、本国居民的市场参与率、外国投资者的持股比例等指标则异常低于样本中其他国家。国际比较显示中国股市发育水平不仅低于样本中的发达国家，而且低于样本中的收入相近及低收入国家。但是以市盈率和换手率指标来看，则可以发现即使是在市场处于熊市的 2001 - 2003 年，中国的数据仍然是高于样本中的所有的国家。转向国有股权交易时，却发现国企股权转让往往乏人问津，而且即使成交只有极低的市盈率。

本书对此的解释是中国股市存在泡沫，即股票价格高于其内在价值。泡沫的存在导致那些认识到泡沫终将破灭的投资者不愿参与市场。这在统计指标上反映为中国股市的居民和外资参与率显著低于相同文化背景和相同收入水平的市场，而市盈率和换手率却大幅高于他们。之所以在股市存在泡沫时仍然出现百万人口中上市公司比例，固定资产投资额中股票筹资比例和股票流通市值与 GDP 的比值低于样本中其他国家，本书认为应该把原因归结为政府对市场的计划经济监管方式，如严格控制企业融资、禁止卖空交易，并认为这是中国泡沫膨胀的外部条件。

制度性因素并不直接导致泡沫的生成，政府管制只是限制了理性市场参与者纠正定价错误的套利行为（如投资者卖空套利与融资者发行套利）。本书挑战了时下流行的股权分置理论，提出以“庄散博弈”的投资理念解释中国股市泡沫与异象，并分析了中国股市泡沫形成与破灭的机制。在这个模型中，庄家通过做局吸引散户高位接盘，而散户则利用小资金进出便利与庄家博弈。在庄散博弈模型中，投资者能否获利与交易对手行为相关，而与股票的基本面无关，这是导致股价脱离基本面的根本原因。

监管当局纵容市场操纵的机会主义行为为“庄散博弈”泡沫创造了外部条件；严格控制新股发行规模导致“筹码”稀缺加速了泡沫的膨胀；而严格的套利限制阻止了其他投资者去纠正定价错误。

当监管当局打击操纵和加快新股发行审批速度时，破坏了“庄散博弈”的生存环境，导致了股市的下跌。渐进式转轨制度化了国家机会主义使监管当局不但不可能认真采取打击操纵、实行市场化发行新股和允许做空的政策，而且还会在股市下跌时出面救市托市。这使得“庄散博弈”泡沫破灭将是一个漫长、痛苦而又时有反复的过程。

随转轨的深入，国有资本需要大量退出竞争性领域。而政府管制禁止国有股权拆细交易，导致一般投资者无法参与“国退民进”，这使得国资退出市场严重供过于求。这一市场条件加之委托人的虚拟性和由代理人交易的国资管理制度导致国资转让的市场价取决于受让方资金实力和收购意愿而不是国有资产的内在价值，因而，按市场价交易必然造成国有资产的大规模流失。

本书的结论认为股权市场问题是由转轨的渐进性造成的，因而也只能由转轨来解决。其解决之道是进一步转换政府职能，放松政府管制，造就一个竞争性的多层次股权市场。

# 目 录

前言 .....	( 1 )
第一章 导 论 .....	( 1 )
第一节 研究主题与选题意图 .....	( 1 )
第二节 本书所使用的经济学基本假设 .....	( 6 )
第三节 理论依托与研究方法 .....	( 12 )
第四节 研究思路与创新 .....	( 15 )
第二章 经济转轨的回顾与评述 .....	( 19 )
第一节 经济转轨的内涵 .....	( 21 )
第二节 转轨路径的激进与渐进之辩 .....	( 26 )
第三节 经济转轨中的市场化改革 .....	( 32 )
第四节 转轨中的国有企业改制与国有经济战略 性调整 .....	( 37 )
第三章 中国股权市场发展概况及与国际比较 .....	( 45 )
第一节 在金融市场体系内的股权市场 .....	( 45 )
第二节 中国股票市场的产生与发展 .....	( 48 )
第三节 非公开股权交易市场 .....	( 53 )
第四节 金融体系发展水平相关指标的国际比较 .....	( 60 )
第四章 中国股权市场上政府监管行为 .....	( 71 )

第一节	股权市场上的政府监管理论 .....	( 71 )
第二节	成熟市场经济国家的市场监管体制, 以美国为例 .....	( 76 )
第三节	我国的股票发行审批制与股权设置制度 .....	( 81 )
第四节	我国股权市场交易监管制度的演化 .....	( 91 )
第五节	中国监管机制与存在的问题 .....	( 97 )
<b>第五章</b>	<b>中国股权市场上股权定价机制 .....</b>	<b>( 102 )</b>
第一节	股权定价的一般理论与价值投资理念 .....	( 102 )
第二节	股票市场的博弈行为 .....	( 108 )
第三节	中国股市的本质问题是“庄散博弈”投资理念的盛行 .....	( 116 )
第四节	非流通股与非公开发行股权的定价 .....	( 128 )
<b>第六章</b>	<b>中国股权市场的制度变迁前景展望 .....</b>	<b>( 134 )</b>
第一节	股权市场制度变迁的动力学 .....	( 134 )
第二节	多层次股票市场体系的建立 .....	( 139 )
第三节	本书结论 .....	( 144 )
<b>参考文献</b>	<b>.....</b>	<b>( 146 )</b>
<b>附录</b>	<b>美国各层次股票市场的上市标准 .....</b>	<b>( 153 )</b>

# 第一章 导 论

## 第一节 研究主题与选题意图

### 一、对股权的界定

本书所谓股权是指营利性法人企业中，按法律法规和企业契约规定，由所有者或股东享有的权益。在这个概念中，法人是指法律观点上的人或者说具有完备法律人格的组织，在法律上它能够与它的所有者区别。按我国《民法通则》第36条规定：“法人是具有民事权利能力和民事行为能力，依法独立享有民事权利和承担民事义务的组织。”我国现行的《民法通则》未采用传统民法关于公法人和私法人、社团法人和财团法人、营利法人和公益法人的分类，而是规定了四类法人：企业法人、机关法人、事业单位法人和社会团体法人。按照民法学者的解释，机关法人，属于公法人；企业法人、事业单位法人和社会团体法人属于私法人。其中，企业法人属于营利法人；机关法人、事业单位法人和社会团体法人（包括按照社会团体法人登记的基金会），应当属于公益法人。因而，在我国符合本书所称的营利法人有的全民所有制企业、集体所有制企业和股份制企业（即按公司法设立的有限责任公司和股份有限公司），而个人所有制的企业和合伙制

企业不属于企业法人。

下面根据我国企业法和公司法对所有者权利的规定来分析企业法人的所有者或股东应享有的权益。按 1988 年 4 月人大一次会议通过的《中华人民共和国全民所有制工业企业法》和其他调整全民所有制企业的法律规范的规定，国有资产的授权经营机构在充任国有资产的出资人时行使下列权利：（1）进行财务监管；（2）收取产权收益；（3）按规定处置资产；（4）选择考核和激励企业管理者；（5）审批重大决策。1992 年 5 月国家体改委出台的规范性文件《股份有限公司规范意见》第四十一条规定，股东有以下权利：股东表决权；股份转让权；建议或质询权；按其股份取得股利权；公司终止后公司的剩余财产取得权。我国《公司法》将公司股东权益概括为公司股东作为出资者按投入公司的资本额，享有所有者的资产受益、重大决策和选择管理者等权利。经济学将上述法律法规对股东权益的规定诠释为企业的所有者享有企业剩余索取权和剩余控制权<sup>①</sup>。这里企业剩余索取权（claim to residue）是指对企业总收入扣除所有的固定合约支付后的剩余额的要求权。“剩余控制权（residual rights of control）”，意指在企业合约中所未明确的情形出现时的相机处理权（决策权）。这两者都是企业所有权（ownership of the firm）的一个方面，事实上在企业理论的早期文献中，经济学家们就是以剩余索取权或剩余控制权来定义企业所有权的。

---

<sup>①</sup> 严格地讲，按詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1976, 1979）<sup>[1][2]</sup>的命题，企业作为一组合约关系的联结（a nexus for a set of contracting relationships），只是一个法律虚构（legal fiction），从而，对其自身而言无所谓所有者和所有权。



## 二、本书的研究范围

本书将公开上市的股票交易与定价及非公开上市的股权交易与定价合并作为研究对象，探讨了在渐进式转轨条件下，中国股权市场的制度特征、监管方式与定价机制，并提出中国股权市场也存在从计划经济向市场经济转轨的问题。

从本书对股权的界定中可看出，本书将研究范围设定为企业法人的所有者权益的交易与定价<sup>①</sup>。在经济转轨中，国有企业要实现从计划经济体制下作为车间的生产型组织到市场经济体制下适应竞争性市场环境并对价格信号做出合理反应的市场主体的转变。这一转变过程中涉及到国有企业产权明晰、产权主体多元化和国有资本退出等股权交易与定价行为，因而，本书将中国转轨进程中的国有企业改制与国有经济战略性调整也纳入了研究范围。

在我国现阶段，存在四种不同形式的股权交易市场。一是在证券交易所上市交易的所谓流通股市场；二是上市公司非流通股协议转让交易，三是产权交易所挂牌的非上市公司的国有产（股）权协议转让；四是存在无形市场之中的私人股权市场（the

---

<sup>①</sup> 在有些政府文件中，股权仅是指股份公司的所有者（股东）权益。本书所定义的股权比这个概念要大得多，它是指包括国有企业与集体企业在内的全部营利性法人的所有者权益。因为按国际惯例，公司的本质就是指营利性法人。而我国的公司法第二条规定：公司是指依照本法在中国境内设立的有限责任公司和股份有限公司，这一规定将国有企业与集体企业排除在公司之外。我国有关的法规和文件习惯将这两类企业的所有者权益称为“产权”或“产（股）权”。显然，这个“产（股）权”的概念容易与经济学中产权的概念混淆。因而，本书将企业法人的所有者权益统一表述为股权。

Private Equity Market), 这一市场包括投资于早期企业 (early stage or start-up business) 的风险投资市场、投资于成熟企业的长期股权投资 (也称为产业投资) 和企业并购市场。

市场交易必然产生价格。令人感兴趣的是中国的股权市场与定价中所表现出种种久为投资者诟病的异象 (Anomaly)。本书认为要解释中国的股权市场和股权定价表现出的异象离不开政府对股权市场的不适当管制, 而这与中国转轨的渐进性高度相关。因而, 只有从渐进式转轨的角度将股权定价与股权市场合并作为研究对象才能看清中国股权市场的主要矛盾, 才能全面透彻分析中国股权市场的未来发展趋势并给出政策建议。

### 三、本书的选题意图

#### (一) 理论意义

中国的渐进式转轨为社会主义国家从计划经济体制走向市场经济提供了多样性。中国经济在转轨中所取得的巨大成就是更引起了学者们的关注, 其间涌现了大量的经济学文献。然而无论是从转轨的角度研究股市, 还是从股市的角度研究转轨都属于理论上的空白。本书的研究无疑填补了这一空白。本书试图通过研究了渐进式转轨和股权股市的互动关系深化中国渐进式转轨理论、中国国有企业改革与国有经济战略性调整理论和国有资产定价理论。

从学术意义上看, 如何解释中国股市中出现的异象对理论和实践都提出了挑战, 国内外学者与业界人士从各种角度对中国股票市场与其定价行为进行了广泛地研究。但是, 已有的研究存在两种偏好, 一是关注的焦点集中在股票市场上, 而对非公开股权

市场如国有资本退出市场、风险投资市场、实业投资市场和法人股交易市场的研究相对较少，更少有人将公开市场和非公开市场的定价问题联系在一个框架中讨论；二是对市场中存在的异象的研究，重视对制度缺陷的分析，而轻视对市场参与者博弈行为和投资理念的探讨。本书的研究过程中将尝试把各类市场中股权交易与定价问题纳入渐进式转轨分析框架中进行讨论，并分别给定定价机制。从现代金融理论出发，将对中国股市中怪异现象的讨论上升到规范严谨的理论研究和解释异象的学术研究范畴。在这一研究中，本书综合了股市泡沫理论和市场操纵理论，提出了泡沫形成的庄散博弈机制，并在理论研究上深化了对市场操纵现象和操纵行为的研究。

## （二）现实意义

中国股权市场与股权定价是本书的主要研究对象。股权资本作为一种稀缺的资源能否合理地配置和充分地利用不仅影响着金融市场的稳定性，还影响到政府宏观经济政策的有效性，进而影响到经济增长。由于中国还处于转型时期，因而股权市场与股权定价还有一层其他国家不存在的特殊国情，即股权市场运行机制关系着储蓄能否有效地转化为投资，能否公平地保护全体投资者的利益，能否有效地推进国有经济战略性调整和产业结构优化升级的同时，防止大规模国有资产流失。本书研究的股权市场问题与股权资本配置效率、投资者的保护以及国退民进中的公平与效率问题有着密切的联系。如果国有资产实际上是国家应对来自社会保障体系挑战的主要财力基础，那么研究国有股权市场交易制度与公平定价机制，有着防止国家利益无偿为少数人攫取，有效解决社会保障的欠账的现实意义。

## 第二节 本书所使用的经济学基本假设

马克·布劳格 (1987)<sup>[3]</sup> 在《经济学方法论》一书中指出：“从进入 20 世纪之后，‘假定 - 推论’模式几乎完全取代了流行于上个世纪的关于通俗科学概念——科学归纳观点。这个模式认为所有真实的科学解释都有一个共同的逻辑结构：即所有的科学解释都至少包括一个一般的规律再加上对有关的起始的或边界的条件的阐述，这规律和阐述就组成了阐释或前提，从这个前提出发我们就可以推论出待做的解释，即关于我们所要解释的事件的阐述，在这个推论过程中我们不需要借助任何其他帮助而只需要推理逻辑”。和其他科学一样，现代主流经济学理论也是构建于一系列基本假设之上。这些基本假设可以分为两类：一类是关于人类生存环境的基本假设，另一类是关于人的行为和认知能力的基本假设。下面我们简单讨论本书所使用的基本假设<sup>①</sup>。

### 1. 资源的稀缺性

这个假设是指与人类的需要联系起来，人类所能获取的资源总不能完全满足人类的需要。正是资源的稀缺性才产生了如何优化资源配置，提高其配置与利用的效率和效益这个最基本的经济问题。经济学正是围绕这一基本问题展开研究的一门科学。

---

<sup>①</sup> 对经济学基本假设进行讨论的文献并不少见，但对这些假设进行全面梳理的却不多见。本书的介绍借鉴了谢德仁 (2002)<sup>[4]</sup>，但本书对这些经济学基本假设的理解和表述与谢文有着很大的不同，这可能也是异质性信念的一种表现吧。另外，本书尝试将异质性和时变性概念上升为经济学基本假设，并以之解释金融学中的异象，这一尝试是否稳妥尚需方家的认可与时间的检验。

## 2. 环境的复杂性与不确定性

复杂性 (complexity) 是指这个世界上的万事万物辩证地相互影响着, 有着千丝万缕的联系, 呈现为复杂而非简单的关系层次。而不确定性 (uncertainty of the environment) 则意味着人类对事物的发展并不能有一个确切的把握, 尽管可以运用概率统计等手段来改进对不确定性的预测与应付能力, 但人类所做出的每一次面向未来的决策, 只能是风险型决策, 只是风险程度大小不同而已。环境的复杂性与不确定性假设和我们下面将讨论的不完全信息假设以及信念的异质性与效用的时效性假设相关。在不确定性假设中还有一个“根本的不确定性 (Fundamental uncertainty)”概念, 也称为“内在不确定性”, 它不是外生给定的, 或者说不是由自然界产生的不确定性, 而是人类决策交互作用内生地产生的社会不确定性。换言之, 哪怕自然界完全没有不确定性, 由于信念的异质性和效用的时变性决定的人们决策互动的后果也可能产生根本的不确定性。需要指出的是面对复杂性与不确定的环境, 人类不要盲目崇拜自身的理性能力, 要时刻警惕对人类理性的“致命的自负” (Hayek, 1988)<sup>[5]</sup>。

## 3. 经济人理性

19 世纪 70 年代经济学的边际革命之后, 经济人被理解为人在一定约束条件下, 追求自身边际效用最大化。新古典经济学的传统中, “经济人”的假设与“理性”的假设通常是密切联系的, 即经济理性观念或理性的经济人。通常认为, 在确定性条件下, 理性表现为效用的最大化, 偏离最大化原则就属于非理性 (加里·S·贝克尔语)。实际上, 经济学中的理性是一个内涵十分丰富的多维度的概念, 不同时期、不同背景下的经济理论对理

性的界定和理解有较大的差异。下面从几个不同的方面和层次理解理性的内涵。

主观的理性意识和客观的理性能力。理性意识是指受人的目的所驱动的一切主观心理活动，它不仅指人们所具有的、追求自身最大利益的主观愿望，而且意味着人们应保持有目的的感觉、知觉和表象等感性认识活动及敏捷的认知视野。客观理性能力是指由于环境的复杂性与不确定性使行为主体实现效用最大化的理性能力受到限制。

个体理性与集体理性。这是两个具有相对性的概念，个体理性指决策者追求自身利益最大化的意识和能力等，集体理性则以追求由个体组成的特定群体的利益最大化为目标。在亚当·斯密那里，经济中的行为个体只追求个人利益的最大化，并不企图增进公共福利，但却有一只看不见的手引导他去促进社会福利的增加。福利经济学第一定理把“看不见的手”具体化为市场价格机制。在对市场背景进行了适当假设（如完全竞争，没有公共物品，不存在规模经济和外部性，等等）的情况下，市场的竞争价格机制可使整个社会达到资源配置的帕累托最优状态，个体理性和集体理性、个体利益和社会利益存在一致性，是完善的、和谐的。但在不确定性条件下，集体理性和个体理性之间产生了冲突。博弈论的分析框架中的纳什均衡状态出现了个体理性与集体理性的矛盾，比如“囚犯困境”问题。

知识理性（rationality of knowledge）问题。知识理性有两层含义，一是交易者最大限度地利用可获得的知识形成自己的信念，强调序贯决策中人们的信念更新能力，通常指“贝叶斯理性”；二是决策者努力获知关于其他个体特征的知识，也就是我

们前面讲到的内在不确定性中的人们决策的互动作用，又被称为“交互理性”（interactive rationality）。理性预期理论和博弈论加深了人们对这方面的理解。

市场中交易者决策后所得到的最终结果，不仅取决于当事者主观上的理性意识、客观上的理性能力，而且取决于当事者相互之间、不同层次上的知识理性能力，所以，不能把理性仅限于精密的计算、比较（工具理性），必须关注理性的多维度性，努力地根据不同的具体背景，从不同的角度考察参与人行为的理性因素，设身处地地理解交易者的选择行为，才能对证券市场中诸如投机、跟风、价格泡沫等现象给出合乎“理性”的解释<sup>①</sup>。

#### 4. 信念的异质性（Heterogeneity）与效用的时变性

信念一般指人们对未来不确定状态发生可能性的预先判断。广义的信念类似经济学中常说的预期，狭义的信念则具体化为人们对未来事件发生的主观概率的判断。异质性的基本含义是不相似性。信念的异质性假设表明人们对同一信息会产生不同判断与决策。我国成语中有“仁者见仁，智者见智”正是异质性信念假设的写照。信念的异质性假设在经济学中最明显的例子来自一价定理的失败，在国际市场中，各国商品价格表现出的差异无法用禀赋，税负来解释。中国 A 股市场、B 股市场、H 股 N 股市场及法人股市场，同一股票的交易价格相差极大可以作为另一个例子。时变性是指随时间的变化而变化，因而表现为时间序列正

---

<sup>①</sup> 关于理性的讨论是一个大课题，本书就不进一步展开了。拙文（2004a）<sup>[6]</sup>将有限理性的概念纳入新古典学派倡导的理性概念中，并将其与行为金融学提倡的非充分理性或称为半理性概念以及非理性概念进行的区别。

相关或负相关。效用的时变性最常见的例子是证券市场上股权溢价风险随时间变化而变化。这一假设常被新古典学派用来解释股市基本面没有异常情况下的下跌。本书将信念的异质性与效用的时变性作为本书所依赖的经济学基本假设，强调由于异质性和时变性的存在，脱离市场人为对金融资产进行定价在技术上是不可行性的。因而对非流通股流通时的价格进行人为设定都是不可能合理的，非流通股只能以市场化的方式，综合所有人的信念、效用与信息才能进行合理定价。同理，由于异质性和时变性的存在，经济学家无法通过建立定价模型来计算股票的内在价值，并以此判断市场价格是否高估，市场是否存在泡沫。因而判断市场是否存在泡沫的标准只能依靠其他更为客观，更为易于观察的证据，本书第五章提出的判断标准是股票价格是否有弹性。

#### 5. 信息不完备与不对称分布

信息不完备 (information incompleteness) 是指人们未能准确掌握关于事物的一切情况，总有不确知的方面。而信息不对称分布 (information asymmetrical distribution) 则是指个人掌握着私人信息 (private information)，这些信息不为他人所知，从而占有某方面的信息优势地位，但也可能他正处于其他方面的信息劣势地位。信息不对称分布有时还意味着每个人并不确知其他人了解什么，不了解什么。信息不完备与不对称分布正是环境的复杂性与不确定性这个基本假设合乎逻辑的延伸。

#### 6. 人的机会主义行为倾向

人的机会主义行为倾向 (opportunism behaviour tendency) 是威廉姆森 (Williamson, 1975, 1985) 所提出的，它的含义是指人们借助诡计、欺诈等不正当手段谋取自身利益的行为倾向。机



会主义行为倾向假设是以经济人假设及信息不完备与不对称分布假设为前提。作为经济人，为了最大化自身利益，是有可能采取不正当手段的。但如果人是完全理性的，信息是完备与对称分布的话，那么，人的机会主义行为倾向是无从转化为实际行为的。因为他的交易对手能洞察一切，而且，作为完全理性的人，他也会看到在长期交易博弈中采取机会主义行为无疑会有损于自身的长期利益，从而放弃。后两个假设之所以不是前一个假设的充分条件，是因为人的机会主义行为倾向假设并不意味着所有的人在所有的时间都会以机会主义方式行事。但是总有那么一些人在某些时候会采取这种行为方式。问题在于，人们事先很难知道那些人在什么时候会以何种具体方式采取机会主义行为，这也就是所谓行为不确定性（Williamson, 1985）<sup>[7]</sup>。

支撑机会主义行为倾向假设的还有两个假设，即人的效用函数（utility function）不一致和人的行为的外部性。如果人们的效用函数是一致的，人们之间就会产生激励相容（incentive compatibility）。如果人的行为不存在外部性，每个人为自己的行为承担全部后果的话，则机会主义行为也无从得逞了。

机会主义行为可分为事前（ex-ante）机会主义行为和事后（ex-post）机会主义行为。事前机会主义行为是指交易各方在签约时利用签约之前的信息不对称而采取的机会主义行为。如在一项保险交易中，投保人比保险公司（承保人）更了解所投保财产的风险状况，他就可能通过向保险公司隐瞒关于投保财产真实风险状况的信息而有意低估风险以少交保险费，这就是典型的事前机会主义行为。在此情形下，保险公司只好“一刀切”，把所有投保人的风险程度都设定为某一平均程度而据此收取保险